

# Оперативный обзор фондового рынка

четверг, 17 июня 2010 г.

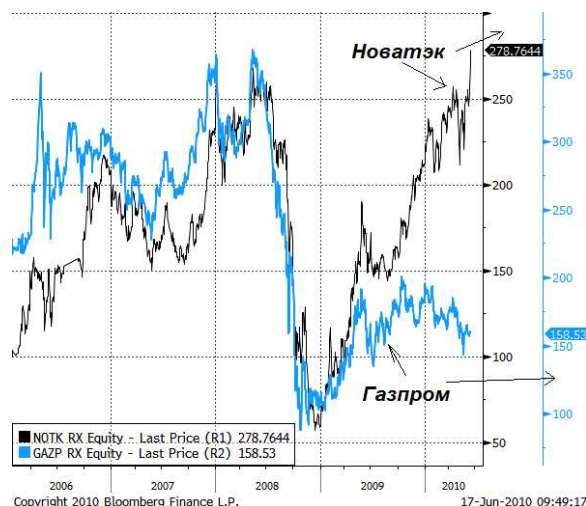
Лидеры изменения в  
индексе ММВБ:

Бумага	Посл.	%
ОГК-3 ао	1.771	5.0%
Новатэк ао	221.34	3.2%
Система ао	28.6	2.0%
ВТБ ао	0.0774	1.6%
Сбербанк	76.71	1.4%
ММК	23.325	1.4%
ЛУКОЙЛ	1713	1.1%
ОГК-5 ао	2.227	0.4%
Магнит ао	2769.9	0.4%
Газпромнефть	122.4	0.3%
УралСВИ-ао	1.01	0.0%
Татнефть Зап	71.5	0.0%
ГАЗПРОМ ао	158.8	-0.5%
Сурпнфгз-п	13.148	-0.6%
ФСК ЕЭС ао	0.323	-0.6%
ГМКНорник	5086	-0.7%
ПолусЗолот	1492	-0.8%
Ростел -ао	106.1	-0.9%
Роснефть	218.29	-0.9%
Сбербанк-п	56.15	-0.9%
Аэрофлот	60.93	-0.9%
Ростел -ап	74.85	-0.9%
РБК ИС-ао	38.03	-0.9%
МТС-ао	234.26	-1.0%
СевСт-ао	319.49	-1.0%
Транснф ап	26103	-1.2%
РусГидро	1.681	-1.3%
Татнефть Зап	141.01	-1.3%
Уркалий-ао	119.1	-1.5%
Сурпнфгз	28.794	-1.8%

Вчера в середине дня рынок показывал отрицательную динамику, но ситуацию спасло высокое утреннее открытие, так что по итогам сессии результат составил -0.1%. Динамика рынка неоднородная, лучше рынка были «ЛУКОЙЛ» со «Сбербанком», заметно лучше ведет себя менее ликвидный «Новатэк».

Эта акция самым парадоксальным образом вчера вышла на исторические максимумы, если считать в рублевых ценах (в долларах до максимумов еще нужно вырасти 27%). Это удивительное поведение бумаги, которому мы не можем найти объяснение. Оно сильно контрастирует с поведением стагнирующего «Газпрома». Обе акции работают в одном секторе, добывают газ примерно в одном месте. Конечно, компании не равны – в «Газпроме» большую долю активов занимают трубы, «Новатэк» – это почти чистая добыча. Но если пытаться давать рациональные объяснения разнице в поведении акций обеих компаний, мы должны будем сказать, что добыча газа

## Рынки накануне:



выросла в цене, а трубы подешевели. Что выглядит слишком натянуто.

«Газпром» – это самая дешевая компания среди ликвидных бумаг, если смотреть на мультипликатор «капитализация»/ «ожидаемая прибыль 2010 года», монополия торгуется с коэффициентом 3.5, тогда как «Новатэк» торгуется с мультипликатором 17.05 (см. справа, данные Bloomberg). Соотношение мультипликаторов составляет 4.9 раз (!), что безумно много. Чтобы оправдать такую разницу нужно предполагать, что НОВАТЭК вырастет примерно в 5 раз по прибыли, тогда как «Газпром» будет стагнировать на месте (или «съежится» по прибыли в 5 раз) – все это выглядит крайне нереалистично.

Мы смотрим на эти цифры с крайним недоумением. В университетах преподают, что фондовые рынки

Gazprom ОАО	2005	2006	2007	2008	2009	12/10 Y	2011
Выручка	48 905	79 234	93 541	141 973	94 584	109 618	127 119
EBITDA	20 458	35 183	34 645	62 708	35 267	42 809	48 954
EBIT (операционная прибыль)	16 047	29 019	27 461	54 840	28 272	34 997	40 119
Чистая прибыль	10 997	22 581	25 750	29 973	24 653	26 576	30 088

ROE, %	13.33	21.28	18.43	17.37	15.70	14.699	14.884
ROC, %	10.62	16.51	14.69	13.49	17.00		
# акций	22 852	22 951	23 700	23 700	23 700		

Капитализация	#N/A N/A	272 245	333 560	86 408	144 479	120 261	
Enterprise Value	#N/A N/A	296 622	389 753	131 184	199 277	174 216	171 282
Чистый долг	25 339	26 715	45 352	33 955	44 074	44 074	44 074

P/E	#N/A N/A	11.25	12.19	3.39	5.52	3.54	2.92
EV/EBITDA	#N/A N/A	7.55	6.02	2.81	5.03	4.07	3.50

на 17.6.2010

NovaTek ОАО	2005	2006	2007	2008	2009	12/10 Y	2011
Выручка	1 362	1 797	2 439	3 198	2 845	3 866	5 335
EBITDA	678	824	1 141	1 485	1 242	1 819	2 236
EBIT (операционная прибыль)	558	687	995	1 300	1 060	1 621	2 045
Чистая прибыль	484	518	733	924	824	1 226	1 544

ROE, %	26.92	22.42	25.04	25.82	24.76	25.774	27.153
ROC, %	21.36	20.78	23.62	21.87	17.94		
# акций	3 036	3 036	3 036	3 036	3 036		

на 17.6.2010

Капитализация	6 158	19 194	22 898	5 007	17 196	21 540	
Enterprise Value	6 918	19 159	22 860	4 936	18 738	22 687	22 146
Чистый долг	208	- 97	106	520	905	905	905

P/E	14.06	35.98	29.90	5.64	19.80	17.05	13.09
EV/EBITDA	4.59	8.13	7.67	2.26	11.40	12.47	9.91

«эффективны», что цены на нем отражают ожидаемые денежные потоки. При всех достоинствах «Новатэка» (которые выглядят сомнительно) приведенных денежных потоков приходящихся на одну акцию вряд ли будет больше, чем от «Газпрома», скорее, наоборот. Для нас 5-ти кратная разница относительных цен, т.е. мультипликаторов, является доказательством неэффективности рынка. Мы однозначно заявляем, что «Газпром» фундаментально недооценен по сравнению с «Новатэком».

Остается вопрос – что с этим делать? Можно занять пораженческую позицию и заявить, что рынок всегда прав, что он что-то знает, чего не знаем мы. Можно вспомнить про всякие проблемы «Газпрома», чиновников, раздутые затраты, «неэффективность», низкие дивиденды и т.д. Можно прибегнуть к эмоциональным доводам, что компания, начинающаяся на букву «Г», не может стоить дорого. Практически все, с кем мы пытаемся обсуждать стоимость акций «Газпрома», говорят, что эта бумага не будет расти и что ее следует избегать. Уже год (почти вечность по меркам многих), а цена монополии в рублях одна и та же – на максимумах начала июня 2009 года акция доходила до 195 рублей, а сейчас стоит 158 руб. (-19%, индекс ММВБ за этот же период +14% - это называется «underperformance»). Но даже после этого «Газпром» есть у многих – акции монополии даже по нынешним депрессивным ценам составляют порядка 25% от совокупного free-float рынка.

Чему нас научили годы работы на рынке, это тому, что консенсус практически всегда обречен на поражение. Если сейчас многие стали говорить о грядущей «второй волне» на проблемах «Греции», то это верный признак того, что ее не будет. Катастрофы, включая экономические катастрофы, не случаются, когда их ожидают «все» (правильнее говорить «многие»). Мы не знаем, как долго рынок будет терпеть дешевизну «Газпрома» и вполне рационально ожидать, что настанет момент, когда эти бумаги начнут обгонять рынок.

Причиной дешевизны «Газпрома» некоторые называли «сланцевый газ», который угрожает европейским поставкам монополии. Наше изучение этого вопроса показывает, что слухи о смерти «Газпрома» сильно преувеличены.

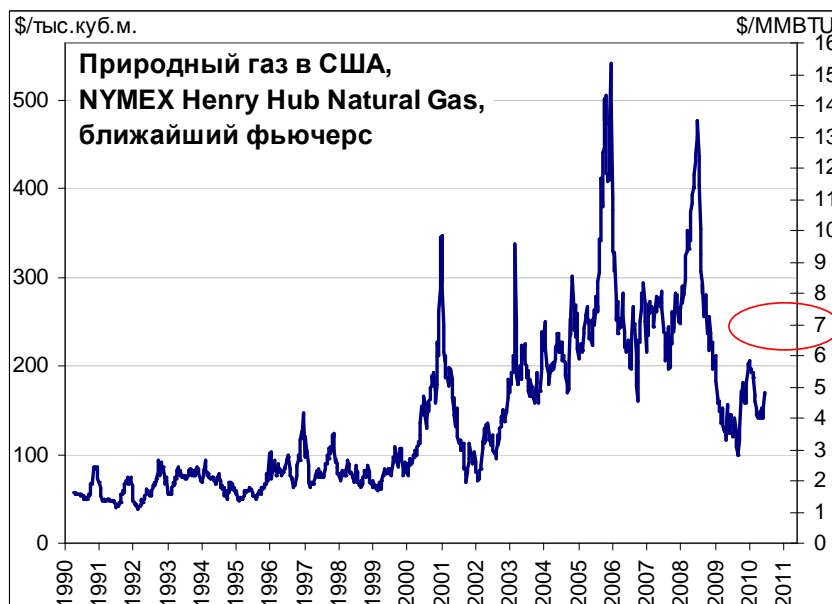
Уровень операционных издержек добычи сланцевого газа таков, что он не может добываться сильно ниже \$6-7 ММВТУ (за миллион британских термальных единиц – стандартная мера в США). В пересчете на российские стандарты счета, это порядка \$250/тыс. куб. м. Текущие цены на газ в США в районе \$4 за ММВТУ (~\$150 /тыс. куб. м) в этом смысле выглядят неустойчиво и на самом деле находятся на грани убыточности для добычи сланцевого газа. С учетом стоимости лицензионных участков, граница операционной прибыльности близка к \$4-5 за ММВТУ.

Рост «Новатэка» (если его считать рациональным проявлением рынка) является еще одним доводом против истории про угрозу сланцевого газа. Как может что-то угрожать одной компании и не влиять на другую. Напомним, что правительство РФ последовательно движется к практике установления «равнодоходных» тарифов на газ, так что продажи внутри страны будут давать ровно ту же прибыльность, что и продажи на европейском направлении.

Кстати, в связи с историей о сланцевом газе появился один аналитик, выставивший рекомендацию «продавать» по «Газпрому». Это некто Куренной, из банка ING, целевая \$3.95/акция при текущей цене \$5.07. Однако, если посмотреть на другие рекомендации этого товарища, то «продавать» у него стоит и по «ЛУКОЙЛу», и по «Роснефти».

Один из наших рационалистических доводов касался того, что невозможно составить «правильный» диверсифицированный портфель по российским акциям. Смысл следующий, раз «Газпрома» много (25% от free-float), то на него не хватает капитала. «Нормальный» порог диверсификации составляет не больше 15% на одну акцию. Но и этот довод не совсем правильный – ситуацию должны были бы поправить международные фонды, которые диверсифицированы в глобальном масштабе, и могут себе позволить недостаточную диверсификацию в российских вложениях. В конечном итоге, мировые рынки сейчас связаны, и нет никакого смысла оставаться концентрированным на вложении в одну страну.

Итак, остается только ждать, когда у рынка сменится настроение и когда вернется мода в акции монополии. Мы уверены, что это случится рано или поздно. Только вот не все хотят ждать и ждать неопределенно долго.



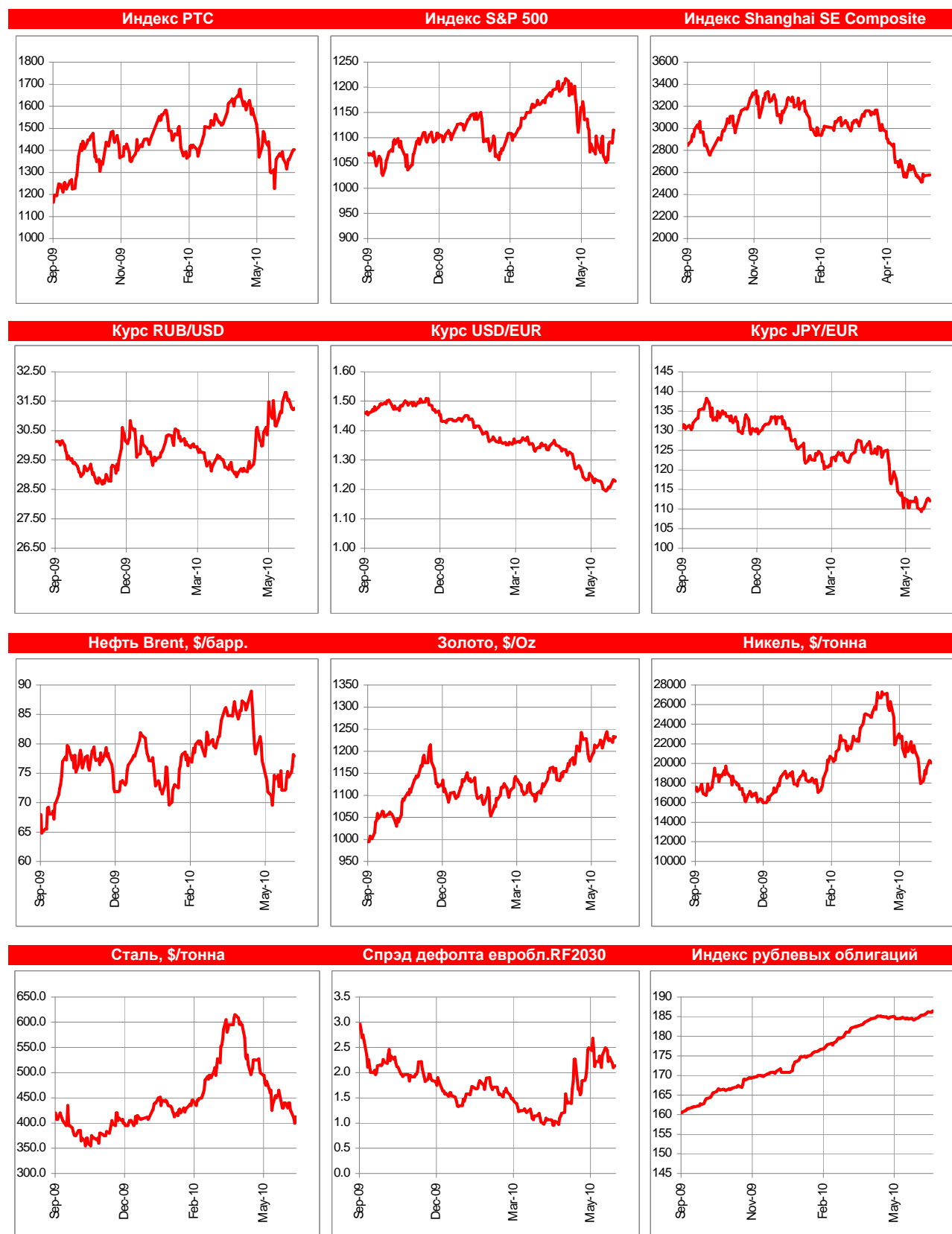
## Вкратце:

- Казахстанская нацкомпания «Казмунайгаз» рассматривает продажу до половины акций Павлодарского НПЗ мощностью в 12 млн. тонн нефти. В качестве потенциальных покупателей рассматриваются российские нефтяные компании. Это делается для того, чтобы обеспечить стабильность поставок нефти: сейчас НПЗ снабжается нефтью с месторождений Восточной Сибири. Ранее Казахстан оценивал весь завод в \$500-600 млн.
- Глава «ЛУКОЙЛа» В. Алекперов заявил, что после 2011 года добыча углеводородов в России будет плавно снижаться, если государство не внесет поправки в законодательство о геологоразведке. По его словам, в 2010 году инвестиции в разведку уже сократились на 65% и это связано с тем, что открытые месторождения не переходят к тем, кто их открыл.
- «Роснефть» может привлечь Chevron к проектам на шельфе Черного моря. Пока неизвестно, какие месторождения, и на каких условиях будут совместно разрабатываться. «Роснефть» владеет разведочными лицензиями на два участка с перспективными запасами в 4,6 млрд. баррелей нефти.
- Всемирный банк снизил прогнозы роста ВВП России в 2010 году с 5-5,5% до 4-4,5%. Как объясняет банк, пересмотр прогнозов связан с «разочаровывающими результатами» по итогам первого квартала и отсутствием инвестиционного спроса. Прогноз на 2011 год повышен до 4,8% с 3,5%.
- А. Улюкаев сообщил, что ЦБ включит в состав резервов канадский и австралийский доллары. Сейчас в структуре резервов 47% занимает доллар, 41% - евро, 10% - британский фунт и 2% - йена.
- «Акрон» начинает поставки сложных удобрений в Индию. Компания планирует до конца года поставить 200 тыс. тонн удобрений по \$300-330 за тонну. По словам представителя российской компании, подписание стало возможным благодаря тому, что Индия с 2010 года начала субсидировать, в том числе и закупку сложных удобрений. В 2011 году «Акрон» может увеличить поставки до 300-350 тыс. тонн.
- АФК «Система» по итогам первого квартала 2010 года заработала \$163,5 млн. чистой прибыли против убытка в \$395,5 за аналогичный период прошлого года. Выручка выросла до \$6,2 млрд. по сравнению с \$2,74 млрд. в первом квартале 2009 года. Рост финансовых показателей обусловлен консолидацией активов предприятий башкирского ТЭКа.
- Совет директоров «Русгидро» утвердил стратегию развития до 2015 года. Основной целью «Русгидро» будет повышение стоимости и приобретение зарубежных активов. Компания планирует достичь капитализации в \$45 млрд. к 2015 году, что в 3 раза выше текущей стоимости.

## Местное:

- «Пермский завод силикатных панелей» начал самостоятельно кредитовать своих покупателей, выдавая им ипотечные кредиты. В этом году в рамках эксперимента, компания планирует выдать кредитов на 30 млн. рублей. Самое интересное, что «ПЗСП» договорилась с ПАИЖК о рефинансировании выданных кредитов. Мы полагаем, таким образом, застройщик пытается стимулировать спрос на свои объекты.
- По данным Центробанка, за первые четыре месяца 2010 года в Пермском крае выдано ипотечных кредитов на 1,8 млрд. рублей. Это на 84,2% больше, чем за аналогичный период 2009 года.
- Росстрахнадзор отозвал лицензию страховой компании «Урал-АИЛ».
- «Коммерсант» пишет, что администрация Перми выдала новое разрешение «Пермь-Констракшн» (входит в ГК «РИАЛ») на строительство комплекса Green Plaza. Ранее компания имела разрешение на строительство этого комплекса, однако в ходе ее реализации проект был изменен: площадь и объемы выросли в 1,5 раза (изначально озвучивалась цифра в 40 тыс. кв.м.). Также в проект внесли изменения по внешнему виду комплекса с учетом пожеланий городской администрации.

## Конъюнктура рынков:



Настоящая информация не является рекомендацией по купле и продаже ценных бумаг, составлена на основе публичных источников, признанных надежными, однако ООО «Пермская фондовая компания» не несет ответственности за точность приведенных в обзоре данных. Аналитические материалы ООО «Пермская фондовая компания» являются внутренними документами компании, а также имеют целью информирование ее клиентов в рамках услуг брокерского обслуживания. Сотрудники компании, а также сама компания может владеть ценными бумагами упомянутыми в данном обзоре напрямую или опосредованно, что может быть причиной конфликта интересов. Инвестирование в российские ценные бумаги сопряжено со значительным риском, и решения об инвестициях должны приниматься инвестором самостоятельно.